BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT UPDATE

– July 2002 –

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It includes information received up to the fixed announcement date on 16 July 2002 and updates the April 2002 Monetary Policy Report.

Highlights

- The Canadian economy has continued to register strong growth and, as a result, has moved towards full production capacity more quickly than expected.
- The Bank has continued to reduce the substantial amount of monetary stimulus in the economy, raising its target for the overnight interest rate to 2.75 per cent.
- Economic growth in Canada is projected to be in the range of 3 to 4 per cent over the period to the end of 2003.
- There are both upside and downside risks to the outlook for the Canadian economy.
- The Bank remains focused on taking the necessary actions to achieve the 2 per cent target for inflation control.

At the time of the April *Monetary Policy Report*, it was evident that a robust economic recovery was underway in Canada. The Bank therefore began to reduce the substantial amount of monetary stimulus in the economy.

In the past three months, the Canadian economy has continued to register strong growth. Spending on housing and consumer durables has been much stronger than expected. Business fixed investment no longer appears to be acting as a drag on growth, with signs of recovery in investment in machinery and equipment emerging. Among Canada's major trading partners, economic growth has been broadly in line with expectations.

Overall, in the first half of the year, the Canadian economy grew at a faster pace than anticipated. As a result, it has moved towards full production capacity more quickly than was expected in April. In addition, core inflation has been running slightly higher than projected.

In light of these developments, the Bank has continued to reduce the amount of monetary stimulus in the economy by raising its target for the overnight interest rate by 25 basis points on 4 June and again on 16 July. As we look forward, given the limited amount of excess capacity in the economy and the lags involved for the effects of interest rate changes to work through the economy, the Bank must remain focused on taking the necessary actions to achieve the 2 per cent target for inflation control.

With monetary policy still very accommodative, economic growth in Canada could well turn out to be stronger than the Bank's revised projection presented in this *Update*. At the same time, there are downside risks and uncertainties regarding the outlook. Most recently, global corporate and financial market developments have been adversely affecting investor confidence, resulting in rising risk premiums and falling equity prices. The near-term strength of final sales growth in the U.S. economy thus remains uncertain. Conditions in Latin America have deteriorated somewhat, and the geopolitical situation remains unsettled.

Recent Developments

Canada's economic recovery, which began in the last quarter of 2001, gathered momentum in the first half of this year. Real GDP (Chart 1) surged by 6 per cent at an annual rate in the first quarter of 2002 and is likely to have risen by about 4.5 per cent in the second quarter.

The significant easing of monetary policy during 2001 was a key factor behind the strong growth of household demand in the first half of this year. Canada's exports also rose considerably, as the U.S. economy began to recover. At the same time, the levels of both inventories and capital spending were stronger than anticipated. Together, these developments suggest a broadening of the recovery across sectors.

Chart 1
Gross Domestic Product for Canada in Constant Dollars

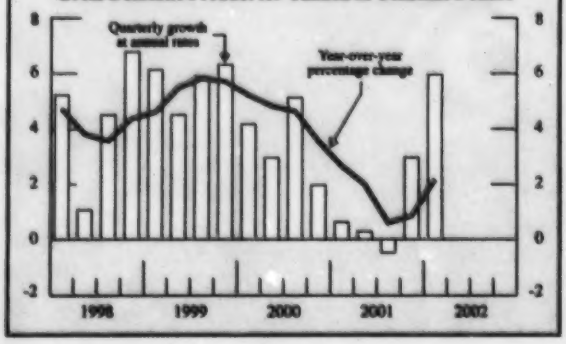
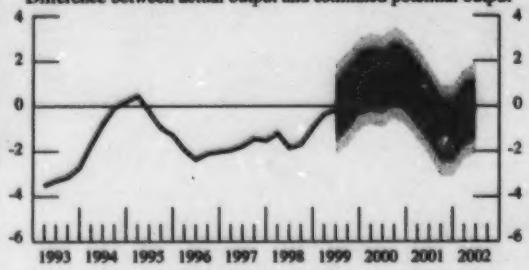


Chart 2
Conventional Estimate of Output Gap*
Difference between actual output and estimated potential output



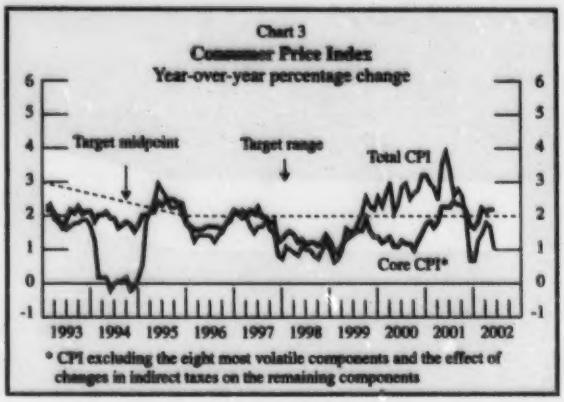
* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.
Note: The estimate for the second quarter of 2002 is based on a projected rise in output of 4.5 per cent (at annual rates) for the quarter.

The economy is now operating with less excess supply than was projected in the last *Report*. Current estimates of the Bank's *conventional measure* of potential output and the output gap indicate that economic slack largely disappeared in the first half of 2002 (Chart 2). Other indicators, however, point to less pressure on capacity. For example, recent marked increases in employment have been accompanied by higher labour supply, given the greater-than-expected rise in the labour force participation rate. As well, information gathered by the Bank's regional offices does not suggest widespread capacity pressures. On balance, it is the Bank's judgment that the economy was operating at mid-year with somewhat more slack than the *conventional measure* of the output gap would suggest.

Core inflation was 2.2 per cent in May, slightly above the level projected in the April *Report* (Chart 3). Strong demand for housing and furnishings is putting upward pressure on the prices of both shelter and household durables. A large upward adjustment in the premiums for auto and home insurance has also kept the core rate up in recent months.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 1.0 per cent in May, down from 1.5 per cent in February. This reduction relative to the core rate chiefly reflected a substantial decrease in the consumer price for natural gas, itself a lagged response to

102-06322/



last year's sharp decline in prices at the producer level.

Since early in the year, financial markets have reflected a divergent outlook for the Canadian and U.S. economies and for the expected policy responses. Canadian money market instruments have tended to price in expectations of policy rate increases in Canada, whereas in U.S. markets, participants have pushed out their timeline for the first tightening by the Federal Reserve. This has been reflected in the Canada-U.S. spread on 2-year instruments, which has widened significantly.

Since the April *Report*, the Canadian dollar has appreciated against the U.S. dollar. While reflecting strong Canadian economic data and wider interest rate spreads, this movement has also been part of a general weakening trend of the U.S. dollar against all major currencies. Concerns about U.S. corporate profitability and accounting practices, together with the large U.S. current account deficit, have contributed to weakness in the U.S. dollar. Against major currencies other than the U.S. dollar, the Canadian dollar has weakened.

Economic Prospects

Following a robust first quarter, U.S. economic activity is estimated to have slowed to around 2 1/2 per cent in the second quarter of this year, owing to slower growth in household spending and less support from inventory investment.

In the second half of the year, supported by ongoing stimulative policies, U.S. economic growth should pick up. In particular, capital spending is projected to start to strengthen, and demand by households should be sustained. On an average annual basis, U.S. real GDP is expected to grow by about 2 3/4 per cent this year. In 2003, economic growth is projected to average about 3 3/4 per cent. The downside risks to this outlook stem largely from recent corporate and financial market developments and their possible effects on corporate and household sector confidence and balance sheets.

In Japan, the contraction this year in economic activity is expected to be less pronounced than was anticipated in the April *Report*, owing partly to the somewhat faster recovery of exports. In Europe, real GDP growth is now projected to be slightly below earlier expectations because of persistent weakness in domestic demand.

Growth prospects for a number of emerging-market economies are expected to continue to improve, particularly in Southeast Asia. The situation in Latin America has worsened, however, as reflected in the recent sharp widening of interest rate spreads.

Over the next two years, the prices of non-energy commodities are projected to strengthen somewhat as the global economic expansion proceeds. Although energy prices are not expected to change significantly over the remainder of 2002, Middle East tensions continue to make these projections particularly uncertain.

For Canada, the Bank projects continued solid growth in aggregate demand and output. Spending by households should remain strong, although outlays on housing and related items will likely ease back from recent high levels towards the end of the forecast horizon. With the economy operating close to capacity, investment spending on machinery and equipment should contribute positively to growth in aggregrate demand. As well, capital expenditures in the energy sector should increase, given expected prices for oil

and gas. And foreign demand for Canadian products is projected to continue to expand.

At the same time, selected sectors, such as telecommunications, continue to experience financial difficulty and, more recently, there have been growing concerns emanating largely from developments abroad about business accounting practices and the interpretation of corporate financial statements. This has led to falling investor confidence and, in turn, to rising risk premiums on corporate bonds and weakness in equity markets in Canada.

As we go forward, it is the Bank's view that the underlying economic situation will require further reductions in the amount of monetary stimulus. The timing and pace of policy adjustments will depend on the strength of the various factors at play and the implication for pressures on capacity and on inflation.

Over the period to the end of 2003, the Bank projects that the rate of economic expansion in Canada will be in the range of 3 to 4 per cent. Given the current accommodative stance of policy, real GDP growth could be in the upper part of this range in the second half of this year. Further out, in the second half of 2003, growth could be in the lower part, as growth of household spending slows from current unsustainably high rates and as imports pick up. Such a profile would result in real GDP growth, on an annual average basis, of close to 3 1/2 per cent in both 2002 and 2003—similar to the latest private sector consensus forecast.

This growth profile would return the Canadian economy to full production capacity in early 2003—sooner than was expected in April.

There are both upside and downside risks to this projection. On the positive side, growth over the period could turn out to be stronger because of the amount of monetary stimulus still in place. On the negative side, there are the uncertainties associated with the recent global corporate and financial market developments and their potential effects on confidence and world economic growth.

The Outlook for Inflation

With the economy projected to be in a position of balance between aggregate demand and supply starting early next year, and given underlying inflation expectations, core inflation is expected to steady out at close to 2 per cent by mid-2003.

Until then, core inflation is expected to remain slightly above 2 per cent and even edge up somewhat in the fourth quarter of this year from its May level. This profile is based on several factors. The effects of the recent large increases in insurance premiums and of the earlier depreciation of the Canadian dollar will persist for some time before diminishing in 2003. Changes in the amount of price discounting are also playing a major role. Intense price discounting in the fourth quarter of last year temporarily lowered core inflation. With the strong recovery, the amount of price discounting has diminished significantly. This reversal is expected to show up as a temporary increase in the 12-month rate of growth of core inflation in the fourth quarter of this year.

Higher energy prices and increases in tobacco taxes are expected to push total CPI inflation up close to the core rate over the next two months. Through the second half of this year, the total and core rates are expected to be broadly in line. For 2003, total CPI inflation, like core inflation, is projected to level out near 2 per cent.

Copies of the *Monetary Policy Report* and the *Update* can be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– juillet 2002 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 16 juillet 2002 et constitue une mise à jour du Rapport sur la politique monétaire *publié en avril 2002.*

Lors de la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, il ressortait clairement qu'une solide reprise économique était en cours au Canada. La Banque a par conséquent entrepris de réduire la forte détente monétaire en place.

Durant les trois derniers mois, l'économie canadienne a continué de croître à un rythme vigoureux. Les dépenses au titre du logement et des biens de consommation durables ont été beaucoup plus fortes que prévu. Les investissements fixes des entreprises ne semblent plus freiner l'expansion de l'activité, et on commence à observer les signes d'une relance des investissements en machines et matériel. Chez les principaux partenaires commerciaux du Canada, la croissance a été pour l'essentiel conforme aux projections.

Dans l'ensemble, l'économie canadienne a progressé à une cadence plus vive qu'escompté au premier semestre de 2002, s'approchant ainsi des limites de sa capacité de production plus rapidement qu'on ne s'y attendait en avril. En outre, l'inflation mesurée par l'indice de référence a été légèrement supérieure aux prévisions.

À la lumière de cette évolution, la Banque a continué d'atténuer la détente monétaire présente au sein de l'économie en relevant son taux cible pour le financement à un jour de 25 points de base le 4 juin et à nouveau le 16 juillet. En ce qui concerne l'avenir, étant donné la faible marge de capacités excédentaires et le temps que mettent les effets des modifications des taux d'intérêt à se faire sentir dans l'économie, la Banque doit continuer de veiller à prendre les mesures nécessaires pour atteindre la cible de maîtrise de l'inflation de 2 %.

Faits saillants

- L'économie canadienne a continué de croître à un rythme vigoureux, s'approchant ainsi des limites de sa capacité de production plus rapidement qu'on ne s'y attendait.
- La Banque a continué d'atténuer la forte détente monétaire présente au sein de l'économie, relevant le taux cible du financement à un jour pour le porter à 2,75 %.
- On prévoit que l'expansion économique au Canada s'établira à un taux variant entre 3 et 4 % d'ici la fin de 2003.
- Des risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, entourent les perspectives de l'économie canadienne.
- La Banque continuera de veiller à prendre les mesures nécessaires pour atteindre la cible de maîtrise de l'inflation de 2 %.

La politique monétaire étant encore très expansionniste, la croissance de l'économie canadienne pourrait bien dépasser les projections révisées que la Banque présente ici. Mais elle pourrait aussi être plus faible, en raison des risques et des incertitudes qui entachent les perspectives. Dernièrement, les événements qui

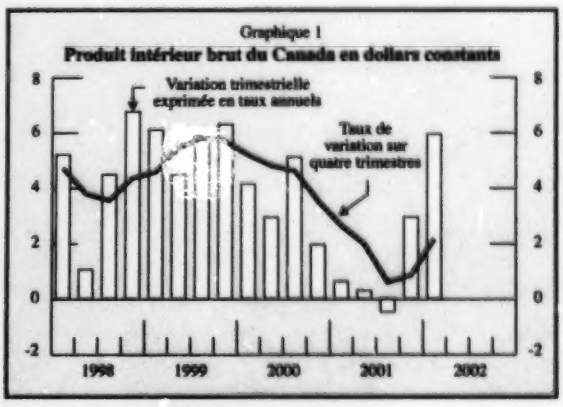
se sont produits du côté des sociétés et des marchés financiers à l'échelle mondiale se sont répercutés sur la confiance des investisseurs, entraînant une hausse des primes de risque et la chute des prix des actions. On continue donc de s'interroger sur la vigueur à court terme de la croissance des ventes finales aux États-Unis. Les conditions en Amérique latine se sont quelque peu détériorées, et le climat géopolitique demeure instable.

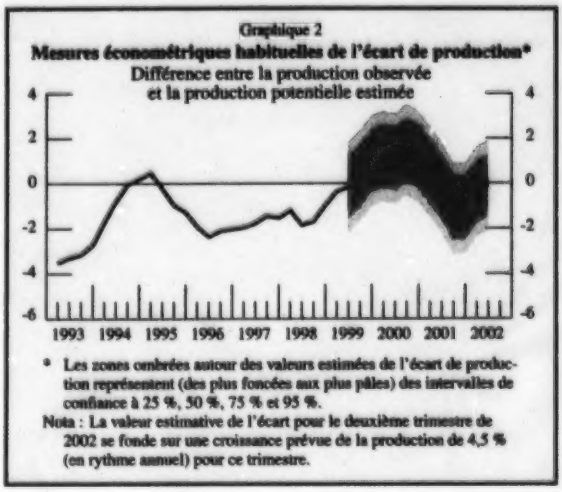
L'évolution récente

La reprise économique au Canada, qui s'est amorcée au dernier trimestre de 2001, s'est intensifiée durant la première moitié de cette année. Le PIB réel (Graphique 1) a fait un bond de 6 % en taux annualisé au premier trimestre de 2002 et devrait avoir augmenté d'environ 4,5 % au deuxième.

L'assouplissement marqué de la politique monétaire en 2001 a joué un rôle clé dans l'essor qu'a connu la demande des ménages au premier semestre de cette année. Les exportations canadiennes se sont aussi nettement accrues, l'économie américaine commençant à se redresser. Parallèlement, le niveau des stocks et des dépenses d'investissement a dépassé les projections. Tous ces facteurs semblent indiquer que la reprise se généralise parmi les secteurs d'activité.

L'économie dispose en ce moment de capacités excédentaires moindres que ce qui avait été prévu dans le dernier *Rapport*. Selon les *mesures économétriques habituelles* de la production potentielle et de l'écart de production qu'utilise la Banque, les capacités inutilisées se seraient essentiellement résorbées au premier semestre de 2002 (Graphique 2). D'autres indicateurs, cependant, donnent à penser que les pressions sur les capacités ne seraient pas si élevées. Par exemple, vu l'augmentation plus forte que prévu du taux d'activité, les gains importants réalisés récemment au chapitre de l'emploi ont été accompagnés d'une offre de travail accrue. En outre, les renseignements recueillis par les bureaux régionaux de la Banque ne laissent pas entrevoir de pressions généralisées sur l'appareil de production. Tout bien pesé, la Banque est d'avis que l'économie disposait, au milieu de l'année, de capacités inutilisées quelque peu supérieures à ce que semblent indiquer ses *mesures habituelles* de l'écart de production.





L'inflation mesurée par l'indice de référence se situait à 2,2 % en mai, soit légèrement au-dessus du taux projeté dans le *Rapport* d'avril (Graphique 3). La forte demande de logements et de meubles exerce des pressions à la hausse sur les prix des habitations et des biens de consommation durables. Une importante majoration des primes d'assurance automobile et d'assurance habitation a également contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence à ce niveau pendant les derniers mois.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global s'est établi à 1,0 % en mai, contre 1,5 % en février. Cette baisse par rapport à l'indice de référence tenait principalement à une réduction substantielle du prix à la consommation du gaz naturel, qui constituait elle-même une réaction retardée à la chute prononcée des prix à la production enregistrée l'an dernier.

Depuis le début de l'année, les marchés financiers reflètent la divergence existant entre les perspectives des économies canadienne et

Graphique 3
Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur 12 mois

* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

américaine ainsi qu'entre les réactions attendues des autorités monétaires des deux pays. Au Canada, les prix des instruments du marché monétaire canadien ont eu tendance à être fixés en prévision de relèvements des taux directeurs, alors que, sur les marchés américains, les participants ont constamment reporté le moment où, selon eux, la Réserve fédérale opérera son premier resserrement. Le net élargissement de l'écart entre les taux des instruments canadiens et américains à deux ans illustre bien cette situation.

Depuis la parution du *Rapport* d'avril, le dollar canadien s'est apprécié par rapport à son pendant américain. Si cette hausse traduit le dynamisme de l'économie du Canada et l'accentuation des écarts de taux d'intérêt, elle est également attribuable à l'affaiblissement généralisé du dollar É.-U. vis-à-vis de toutes les grandes monnaies. Les inquiétudes liées à la rentabilité et aux pratiques comptables des sociétés américaines, conjuguées à l'important déficit de la balance courante des États-Unis, ont contribué au recul du billet vert. Le dollar canadien s'est replié en regard des grandes devises autres que le dollar É.-U.

Les perspectives économiques

Après avoir connu une vive progression au premier trimestre de cette année, l'activité économique aux États-Unis a ralenti durant les trois mois suivants pour s'établir à un niveau estimé à environ 2 1/2 %, en raison d'un tassement de la croissance de la dépense des ménages et d'un affaiblissement du soutien fourni par les investissements en stocks.

L'expansion de l'économie américaine devrait toutefois s'accélérer au second semestre de l'année à la faveur des politiques expansionnistes en place. En particulier, on s'attend à ce que les dépenses d'investissement commencent à se ressaisir et à ce que la demande des ménages soit ferme. Ainsi, on prévoit que le taux d'accroissement du PIB réel des États-Unis se situera à environ 2 3/4 % en moyenne annuelle en 2002 et qu'en 2003 la croissance de l'économie atteindra en moyenne quelque 3 3/4 %. Les risques qui pèsent sur ces perspectives découlent en grande partie des événements observés récemment du côté des sociétés et des marchés financiers et de leurs répercussions possibles sur la confiance et les bilans des entreprises et des ménages.

Au Japon, en partie grâce à un redressement légèrement plus soutenu que prévu des exportations, la contraction de l'activité devrait être moins marquée cette année qu'on ne l'escomptait au moment de la rédaction du *Rapport* d'avril. Par contre, la projection d'alors relativement à l'expansion du PIB réel dans les pays européens est maintenant revue un peu à la baisse en raison de la faiblesse persistante de la demande intérieure.

Les perspectives de croissance d'un certain nombre de pays à marché émergent devraient continuer de s'améliorer, en particulier dans le Sud-Est asiatique. En Amérique latine, toutefois, la situation s'est dégradée, comme en témoigne le net élargissement des écarts de taux d'intérêt observé ces derniers temps.

On prévoit que les cours des produits de base non énergétiques se raffermiront quelque peu au cours des deux prochaines années, à mesure que l'expansion de l'activité à l'échelle mondiale se poursuivra. Bien que l'on ne s'attende à aucun changement sensible du prix des produits énergétiques d'ici la fin de 2002, les tensions qui règnent au Proche-Orient rendent cette projection particulièrement incertaine.

Pour ce qui est du Canada, la Banque estime que la solide progression de la demande globale et de la production continuera. Les dépenses des ménages devraient rester vigoureuses, quoique, d'ici la fin de l'horizon de prévision retenu, le rythme des achats de logements et d'articles connexes aura probablement décéléré par rapport aux sommets atteints récemment. L'économie fonctionnant presque aux limites de sa capacité, les investissements en machines et matériel devraient contribuer positivement à la croissance de la demande globale. En outre, les investissements dans le secteur énergétique devraient augmenter compte tenu des prix attendus pour le pétrole et le gaz. On s'attend par ailleurs à ce que l'accroissement de la demande étrangère de produits canadiens se poursuive.

Parallèlement, toutefois, certains secteurs comme les télécommunications continuent d'éprouver des difficultés financières et, dernièrement, certains événements qui se sont produits à l'étranger ont grandement contribué à accentuer les inquiétudes au sujet des méthodes comptables des entreprises et de l'interprétation de leurs états financiers. Il en est résulté une détérioration de la confiance des investisseurs, qui à son tour explique la hausse des primes de risque incorporées aux prix des obligations des sociétés et la faiblesse du marché des actions au Canada.

La Banque est d'avis que les conditions économiques fondamentales lui dicteront, pour la période à venir, des réductions supplémentaires de la détente monétaire au sein de l'économie. Le moment et l'ampleur des mesures qu'elle prendra en ce sens dépendront de la force des différents facteurs à l'œuvre et des implications pour les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et sur l'inflation.

D'ici la fin de 2003, la Banque prévoit que l'expansion économique au Canada s'établira à un taux variant entre 3 et 4 %. Étant donné le degré actuel de détente monétaire, le taux de croissance du PIB réel au second semestre de 2002 pourrait s'inscrire dans la partie supérieure de cette plage. Durant la deuxième moitié de 2003, il se situerait plutôt dans la partie inférieure, dans la foulée d'un ralentissement de la dépense des ménages — par rapport au rythme intenable qu'elle affiche actuellement — et d'une remontée des importations. Ainsi, en moyenne annuelle, l'expansion du PIB réel serait de l'ordre de 3 1/2 % en 2002 comme en 2003, ce qui se rapproche des dernières prévisions émanant du secteur privé.

Selon ce profil d'évolution, l'économie canadienne tournerait de nouveau à pleine capacité au début de 2003, soit plus tôt qu'on ne le prévoyait en avril.

Des risques, à la hausse comme à la baisse, entourent toutefois la projection actuelle de la Banque. D'une part, la croissance pourrait être plus forte que prévu au cours de la période considérée, en raison de la détente monétaire encore en place. D'autre part, il y a les incertitudes liées aux événements récents du côté des sociétés et des marchés financiers internationaux ainsi qu'aux effets possibles de ces événements sur la confiance et l'expansion économique mondiale.

Les perspectives en matière d'inflation

Comme une situation d'équilibre entre l'offre et la demande globales devrait commencer à se faire jour au début de l'an prochain, et compte tenu des attentes d'inflation sous-jacentes, on prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence se stabilisera à près de 2 % d'ici le milieu de l'an prochain.

Jusque-là, le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait demeurer un peu au-dessus de 2 % et même dépasser légèrement, au quatrième trimestre, son niveau du mois de mai. Plusieurs facteurs expliquent cette projection. Les effets des fortes hausses récentes des primes d'assurance et de la dépréciation passée du dollar canadien persisteront encore quelque temps avant de s'atténuer en 2003. Les variations du montant des rabais ont aussi une grande influence. En effet, les rabais considérables offerts au quatrième trimestre de l'an dernier avaient fait diminuer temporairement l'inflation mesurée par l'indice de référence. Étant donné la vigueur de la reprise en cours, ils se sont nettement amoindris depuis. Ce renversement devrait se traduire par une montée provisoire du taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence au dernier trimestre de cette année.

Le renchérissement des produits énergétiques et le relèvement récent des taxes sur le tabac devraient pousser à la hausse le taux d'accroissement de l'IPC global, qui se rapprocherait ainsi de celui de l'indice de référence au cours des deux prochains mois. Durant la deuxième moitié de cette année, les taux de progression des deux indices devraient connaître une évolution similaire. Pour l'année 2003, on prévoit que le taux d'augmentation de l'IPC global se stabilisera, comme celui de l'indice de référence, autour de 2 %.

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport sur la politique monétaire* ou des *Mises à jour*, veuillez communiquer avec nous :

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : http://www.banqueducanada.ca